

Ежедневный обзор долговых рынков от 6 мая 2011 г.



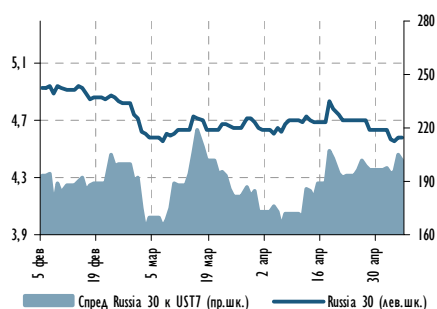
ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,454	▼ -1,9%	8,6%	
USD/RUB	27,64	▲ 1,1%	-9,5%	
Корзина валют/RUB	33,46	▲ 0,5%	-4,8%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	652,3	▼ -67,8	-236,0	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	396,9	▲ 133,3	-172,7	
MOSPRIME o/n	3,6	▼ -0,5	1,8	
3M-MOSPRIME	4,0	▼ -0,1	0,0	
3M-LIBOR	0,27	▼ 0,0	0,0	
Долговой рынок				
UST-2	0,58	▼ 0,0	0,0	
UST-10	3,15	▼ -0,1	-0,1	
Russia 30	4,59	▲ 0,0	-0,2	
Russia 5Y CDS	132	▲ 3,2	-14,1	
EMBI+	283	▲ 5	35	
EMBI+ Russia	192	▲ 7	-7	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	105,63	▼ -9,5%	14,8%	
Золото, долл./унц.	1474,3	▼ -2,8%	3,8%	
Фондовый рынок				
PTC	1 916	▼ -1,7%	8,3%	
Dow Jones	12 584	▼ -1,1%	8,7%	
Nikkei	9 845	-	-	

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBF



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► Настроения на **рынке российских еврооблигаций** вчера находились под давлением накапливающегося негатива на других финансовых рынках — в частности, продолживших снижение цен на нефть. В то же время продажи не носили масштабного характера на фоне поддержки со стороны динамики базовых активов: доходность UST10 вчера опускалась до 3,15%, преодолев очередной «психологический» рубеж. В итоге суверенный выпуск Россия 30 по итогам дня потерял в цене 25 б. п., котировки опустились до 117% номинала. В корпоративных выпусках продажи можно было наблюдать в бумагах Газпрома (Газпром-37) и Северстали (Северсталь 17).

► Сегодня рынок, очевидно, будет отыгрывать довольно существенное (более чем на 10 долл.) падение цен на нефть, большая часть которого произошла уже после завершения торгов российскими евробондами. Кроме того, определенное влияние на настроения участников могут оказать и выходящие в США данные по рынку труда (Payrolls): слабые показатели могут «усугубить» сомнения в отношении перспектив американской экономики, и, тем самым, добавить стимулов для снижения цен на товарных рынках (см. «Темы глобального рынка»).

► На **рублевом долговом рынке** вчера также преобладали негативные настроения, хотя активность продавцов в целом была не высокой на фоне традиционной для «маежпраздничного» периода низкой ликвидности торгов. В госбумагах котировки выпуска 25077 в течение дня опустились чуть ниже цены размещения на недавнем аукционе (до 100,25% номинала). В корпоративных бумагах закрытие по наиболее ликвидным сериям происходило на 15—35 б.п. ниже уровней предыдущего закрытия (Газпромнефть-3, Газпромнефть-8, Лукойл БО7, МТС-5, МТС-7). На общем фоне лучше рынка выглядели выпуски Газпромнефть-4 и новый выпуск ВЭБ-9.

► Сегодня настроения на рынке скорее всего будут определяться тем, на сколько чувствительным окажется курса рубля к происходящему движению на рынке нефти. В то же время основной реакции стоит ожидать после майских праздников, когда на рынок рублевого долга вернется ликвидность.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- «Красный» день календаря: на рынке продолжилось бегство в качество
- Неспешность ЕЦБ обрушила курс евро
- Долговые проблемы: Греция проваливает экзамен

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Ситуация на рынке МБК стабилизировалась

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- РСХБ (→Baa1/BBB): существенный рост NPL в МСФО-отчетности за 2010 г.

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Публикация статистики по рынку труда США за апрель



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

«Красный» день календаря: на рынке продолжилось бегство в качество

Вчерашний день стал «красным» днем для большинства сырьевых и фондовых рынков. Основные фондовые индикаторы США потеряли в среднем порядка 1,0%. Больше всего удивили темпы падения цен на сырьевые товары (максимальные за два года), в частности котировки нефти марки Brent потеряли более 10 долл. за баррель или около 10%. Стоимость фьючерсного контракта на сорт WTI опускалась ниже психологического уровня 100 долл. за баррель.

Индекс волатильности VIX вырос до своего максимального с середины марта значения – 18,2% после многомесячных минимумов, достигнутых на прошлой неделе. CDS5-спреды европейских периферийных стран после незначительного сужения накануне расширились. Российский CDS5-спред расширился на 3 б. п. до 131 б. п.

Одной из причин стали слабые статистические данные, выходившие накануне, которые в очередной раз поставили под сомнение устойчивость экономического роста в США. Число первичных заявок на пособия по безработице на прошлой неделе неожиданно возросло на 43 тыс., хотя прогнозировалось сокращение на 19 тыс. В текущих условиях рынок предпочел не заметить разовые факторы, которые несколько исказили данные по безработице.

В таких условиях лагерь нулевых/коротких позиций в казначейских облигациях продолжил терять сторонников – шестой день подряд Treasuries прибавили в цене, в частности доходность UST10 опускалась ниже мартовского минимума (3,17%), установив новый 5-месячный рекорд в районе 3,15%. Тем не менее к концу вчерашнего дня часть участников рынка решили зафиксировать прибыль в Treasuries после ралли, тем более, что был повод. Президент ФРБ Миннеаполиса Нараяна Кочерлакота, выступая в Санта-Барбаре, заявил о необходимости повышения процентных ставок уже в этом году.

Сегодня все внимание участников рынка будет приковано к выходу апрельской статистики по занятости в США (16:30 по московскому рынку).

Неспешность ЕЦБ обрушила курс евро

Как и ожидалось, ЕЦБ оставил процентную ставку без изменений – на уровне 1,25%. Однако участникам рынка дали понять, что ЕЦБ не спешит повышать ставку – ближайшее повышение может случиться не ранее заседания в июле. Нежелание форсировать события (ЕЦБ ограничился высказываниями о том, что «будет внимательно отслеживать инфляционные тенденции», воздержавшись от слов о «повышенной бдительности»), вызвало разочарование среди ставивших на дальнейшее укрепление европейской валюты, курс которой вплотную приближался к уровню 1,451 долл. после рекорда установленного накануне (1,494 долл.). Можно ожидать, что курс евро может найти уровень поддержки в районе 1,45 долл., тем более, что ФРС пока не спешит повышать процентные ставки, а ЕЦБ может еще пару раз повысить ставку (до 1,75%) до конца года.

Долговые проблемы: Греция проваливает экзамен

В краткосрочной перспективе усомниться в устойчивости евро может только очередное обострение долговой проблемы периферийных европейских стран. В частности, на этой неделе (по сообщению WSJ, – во вторник) началась инспекция представителями МВФ и Евросоюза госфинансов Греции на предмет соответствия взятым греками обязательствам в рамках получения многомиллиардной помощи в мае 2010 г. Очевидно, что результаты инспекции не станут сюрпризом – нельзя выполнить невыполнимое. Тем не менее по итогам проверки должно быть предложено «какое-то решение», которое позволило бы, хотя бы на время, в очередной раз сбить остроту долговой проблемы.

В настоящее время рассматриваются два основных решения проблемы греческой долговой проблемы. Одно из них – реструктуризация долгов, поддерживаемая в первую очередь Германией. Если не решиться на этот шаг сейчас, то в дальнейшем это будет сделать сложнее и потери

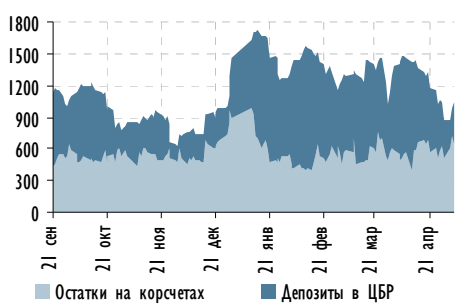


кредиторов будут больше. Кроме того, внутренняя политическая ситуация в Германии складывается не в пользу правящей партии, которая теряет популярность на региональных выборах среди избирателей, не стремящихся спасать греков в ущерб своему карману. Второй вариант, который поддерживает Франция и который ближе всего ЕЦБ и Еврокомиссии, — это избежать какой бы ни было реструктуризации долгов, можно предположить, что речь идет о пролонгировании кредитов в надежде выиграть необходимое время для наведения порядка в госфинансах Греции. Сторонники этого варианта развития событий опасаются, что, начав реструктуризировать долги Греции, придется заодно реструктуризировать долги Ирландии и Португалии, а чем это будет грозить для более благополучных стран Еврозоны, пока никто не берется оценить. В то же время никто не сомневается в том, что долговой рынок для ряда европейских стран будет закрыт на годы вперед.

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10

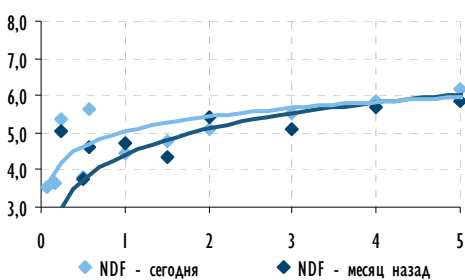
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

Ситуация на рынке МБК стабилизировалась

Вчерашний аукцион по доразмещению ОБР-18 был признан несостоявшимся по причине отсутствия спроса со стороны кредитных организаций. Отсутствие интереса к краткосрочным инструментам ЦБ, по всей видимости, было обусловлено постепенно формирующимися ожиданиями дальнейшего повышения ставок ЦБ с целью борьбы с инфляцией, что делает сложения в инструменты с фиксированной доходностью (особенно краткосрочные) малопривлекательными для инвесторов.

При этом объем ликвидности на банковских балансах в четверг продолжил восстанавливаться: сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ выросла на 51,8 млрд руб. и превысила 1,1 трлн руб. Это сопровождалось понижением стоимости заимствования на рынке МБК: ставки по кредитам о/п для банков первого круга опустились в диапазон 2,25–3,0% (ниже ставки по депозитам ЦБ на сопоставимый срок). Сегодня банки выставляют котировки на уровне 3,25–3,75%.

Сегодня и в течение следующей недели мы ожидаем дальнейшего восстановления запасов ликвидности, в результате чего уровень ставок на денежном рынке будет колебаться вблизи 3,0–3,5%. Существенных потрясений в течение этого периода не ожидается, а вот спрос на ОВР-19 (ЦБ предложит банкам бумаги на 750 млрд руб. в следующий четверг, 12 мая) будет под вопросом, если регулятор не предложит премии к рыночному уровню доходности.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

РСХБ
S&P/Moody's/Fitch — / Baa1 / BBB

РСХБ: существенный рост NPL в МСФО-отчетности за 2010 г.

Комментарий: Вчера Россельхозбанк представил консолидированные результаты деятельности в 2010 году по международным стандартам.

Наиболее ярким моментом для нас стало значительное ухудшение качества кредитного портфеля организации, вызванное прежде всего экстремальными погодными условиями в России летом прошлого года. Так, доля NPL с просрочкой платежей более 90 дней к концу года достигла непривычно высокие для РСХБ 7,6% (на конец 2009 года было 4,3%). Еще 9,9% портфеля приходилось на кредиты, которые находились в процессе реструктуризации / пересмотра условий (годом ранее — 3,9%).



Как следствие, объем отчислений банка в резервы по портфелю в годовом сопоставлении вырос более чем в 2 раза до 28,5 млрд руб. (соответствует стоимости риска в 4,2%), что предопределило минимальный объем заработанной банком чистой прибыли (скромные 369 млн руб.) и близкие к нулю показатели рентабельности капитала и активов. Добавим, что согласно сегодняшним Ведомостям, цитирующим одного из менеджеров РСХБ, в 2011 г. объем отчислений банка в резервы не снизится (организация продолжит досоздавать резервы по кредитам, выданным еще до 2009 г.).

Основные финансовые показатели Россельхозбанка по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	2010	г/г
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ				
Чистые процентные доходы	26,6	35,1	51,6	47,2%
Операционные доходы	29,1	35,4	52,9	49,6%
Операционные расходы	(16,3)	(20,0)	(23,6)	17,9%
Резервы по кредитам	(9,5)	(13,4)	(28,5)	112,4%
Чистая прибыль (убыток)	2,1	0,3	0,4	47,0%
АКТИВЫ				
Денежные средства и эквиваленты	83,2	95,0	81,0	-14,7%
Средства в банках	96,9	37,8	34,5	-8,8%
Ценные бумаги	37,1	37,6	43,9	16,6%
Чистый кредитный портфель	452,3	584,4	688,6	17,8%
Всего активов	713,1	830,7	930,8	12,1%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ				
Средства банков (вкл. ЦБ)	243,1	192,0	105,6	-45,0%
Средства клиентов	154,5	230,3	386,3	67,7%
Долговые ценные бумаги	185,8	229,1	267,4	16,8%
Субординированный долг	45,5	46,4	46,5	0,4%
Собственный капитал	67,8	115,5	117,6	1,8%
Ключевые коэффициенты				
Рентабельность капитала (ROAE)	4,0%	0,3%	0,3%	—
Рентабельность активов (ROAA)	0,4%	0,0%	0,0%	—
Чистая процентная маржа (NIM)	5,6%	4,9%	6,4%	—
Стоимость риска	2,5%	2,5%	4,2%	—
Расходы/Доходы	55,8%	56,6%	44,6%	—
Нетто кредитный портфель/Депозиты	292,8%	253,8%	178,3%	—
NPL/Кредиты	2,3%	4,3%	7,6%	—
Резервы/Кредиты	3,5%	4,9%	7,6%	—
Валовые NPL, % от капитала I-го уровня	15,9%	23,3%	48,9%	—
Кредиты в процессе пересмотра или реструктуризации/Валовый портфель	3,5%	3,9%	9,9%	—
Капитал/Активы	9,5%	13,9%	12,6%	—
Денежные средства/Активы	11,7%	11,4%	8,7%	—

Источник: компания, Газпромбанк

Чистая процентная маржа РСХБ, по нашим подсчетам, составила по итогам 2010 года хорошие 6,4% (в 2009 году было 4,9%) и была достигнута прежде всего за счет снижения стоимости фондирования банка (на 150 б. п. г/г). В то же время в течение 2010 года средняя стоимость процентных пассивов РСХБ, существенная часть которых приходится на долю публичных обязательств, оставалась на достаточно высоком уровне в 7,1%, что ощутимо выше показателя других крупнейших отечественных кредитных организаций (по нашим подсчетам, 4,4% у Сбербанка, 5,3% у ВТБ или 4,7% у Альфа-Банка).

Долговые обязательства РСХБ торгуются примерно на одном уровне с инструментами ВТБ, что, как мы понимаем, отчасти объясняется узостью кредитных спредов на внутреннем долговом рынке и включением бумаг РСХБ в индексы EMBIG — на внешнем. Фундаментально в настоящее время мы склонны видеть справедливый спред между бумагами 2-х организаций на уровне 25 б. п.

Мы хотим обратить отдельное внимание на выпуск субординированных еврооблигаций RSHB16 объемом 500 млн дол., который будет происходить через колл-опцион в сентябре текущего года. Текущие котировки бумаги на уровне 101% от номинала отражают высокую уверенность инвесторов в том, что колл-опцион будет исполнен. В то же время при нынешней доходности UST5 на уровне YTM 1,92% ставка



купона по бумаге RSHB16 на 5-летний период после колл-опциона составила бы 5,69%. Для сравнения, чуть более длинный старший RSHB17 котируется сейчас с доходностью YTM 5,22% @ май 2017 г.

Учитывая то, что премия субординированных выпусков российских банков к их старшим бумагам аналогичной дюрации составляет в настоящее время 75 б. п., а для РСХБ на сегодняшний день она составила бы менее 50 б. п., организация вполне могла бы счесть данный уровень доходности достаточно низким для себя, чтобы не исполнять колл-опцион.

Мы склонны полагать, что в принятии окончательного решения относительно исполнения колл-опциона банк будет руководствоваться прежде всего вопросами экономической эффективности, ориентируясь на текущую рыночную конъюнктуру (так, в частности, поступили ВТБ Северо-Запад, Банк Москвы и Русский Стандарт, не исполнившие колл-опционы по своим бумагам в 2П10). На сегодняшний день однозначно утверждать, что колл-опцион будет исполнен, нам представляется затруднительным.

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
06.05.2011	Оферта БИНБАНК, 2	1 000
10.05.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
11.05.2011	Аукцион 3-летних ОФЗ	20 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	7 300
12.05.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Аукцион ОБР-19	750 000
16.05.2011	Оферта Росбанк, 3 и Росбанк, 5	10 000
	Уплата страховых взносов в фонды	
17.05.2011	Погашение Мособлгаз, 1	2 500
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
18.05.2011	Погашение ИНПРОМ, 3	1 300
	Аукцион 7-летних ОФЗ	20 000
19.05.2011	Оферта МТС, 4	15 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
20.05.2011	Погашение Национальный капитал, 2	3 000
	Оферта Авангард, 3	1 500
	Оферта Белон-Финанс, 2	2 000
	Оферта РЖД, 9	15 000
	Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2011 г.	
24.05.2011	Погашение Атомстройэкспорт-Финанс, 1	1 500
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
25.05.2011	Погашение НС-Финанс, 1	2 000
	Уплата акцизов, НДС	
	Аукцион 3-летних ОФЗ	20 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
май	МДМ Банк: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
11.05.2011	Магнит: финансовые результаты по МСФО	1К11
12.05.2011	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	1К11
13.05.2011	НОВАТЭК: финансовые результаты по МСФО	1К11

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейддинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейддинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейддинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.